

月刊資本市場

■論文 ■

中国経済の現状とリスク

IASBの活動状況について

—会計基準の国際的統合化に向けて—

国際化するIR

—日米企業におけるIR（株主説明会・ターゲティング・海外IR）の比較—

株式持ち合いは何故解消したか（3・完）

最近の金融コングロマリット化に関する考察

—銀行系証券会社の新規株式公開に与える影響を中心に—

証券人のための資本市場理論 その8

■講演録 ■

日本マクロ経済見通し—2005・2006年度—

■トップへのインタビュー ■

株式会社 日本マイクロニクス

丸紅・AP連合がダイエーのスポンサーに／日本株買いを続ける外人投資家／東証、上場企業に大幅分割の自粛要請／復活するか、ドイツのIPO市場／世銀に挑むネオコンの旗手／LSEを巡る花婿たち

国際化するIR

—日米企業におけるIR(株主説明会・ターゲティング・海外IR)の比較—

ジェイ・ユーラス・アイアール株式会社
マネージングディレクター 高山 与志子 (Ph.D.)

はじめに

現在日本では多くの企業が国内外で積極的なIR活動を行っている。企業のIRの対象を既存株主及び潜在株主と定義すれば、IRの対象には持合など純粋な投資目的以外の理由で株を保有している株主も含まれることになる。しかし、通常われわれがIRとして想定している、説明会、個別訪問、電話による日常的なコミュニケーション、WEBによる情報開示などの活動は、純投資を行っている機関投資家や個人投資家を対象として行われている。機関投資家を対象としたIR活動が日本で本格化したのは、1990年代に入ってからの

ことだが、その背景には、海外機関投資家による日本株保有の急速な増加がある。当時はまだ日本の機関投資家がその影響力を積極的に行使していなかったため、日本企業の機関投資家向けのIR活動は、当初からかなり海外投資家を意識して行われていた。

米国では、1950年代のGEのIR部門の設置に見られるように、早い時期からIR活動が行われていたが、機関投資家向けの活動が活発化したのは、機関投資家保有比率の増加、敵対的M&Aの増加、一部の公的年金基金を中心とした株主アクティビズムの拡大などにより、機関投資家の影響力が急速に増していった1980年代である^(注1)。当時は国内投資家がIR活動の主要なターゲットであったが、その後国際分散投資が活発化し海外投資家の保有分が上昇するにつれ、海外投資家に対する関心が高まっていく。

現在は、国際化した資本市場の中で、日米ともに国内外で様々なIR活動を行っているが、本稿では、IR活動の基本でありながらその詳細につ

（目次）

はじめに

1. 米国企業の状況
2. 日本企業の状況

おわりに

(図表1) 日米企業の外国人持株比率の推移

米国企業								
時期	1974年 12月	1978年 12月	1984年 12月	1989年 12月	1994年 12月	2000年 3月	2002年 6月	2003年 6月
外国人 持株比率	3.7%	4.7%	4.9%	5.9%	5.1%	6.9%	7.8%	8.7%
日本企業								
時期	1975年 3月	1979年 3月	1985年 3月	1990年 3月	1995年 3月	2000年 3月	2002年 3月	2003年 3月
外国人 持株比率	3.2%	2.7%	7.4%	4.2%	8.1%	18.6%	18.3%	17.7%

(出所) 全国証券取引所; Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2003*, August 2004 (<http://www.ustreas.gov>)

いてあまり知られていなかった株主判明調査と投資家ターゲティングに焦点を当てながら、日米企業における海外投資家向けIR活動の比較を行う。

(注1) 高山与志子「コーポレートガバナンスの変革とIR活動の拡大」若杉敬明・矢内裕幸編『グッドガバナンス・グッドカンパニー』中央経済社2000年、225-230頁。

1. 米国企業の状況

米国には国際的にビジネスを開拓しているグローバル企業が多い。しかし、2004年3月時点で外国人持株比率が保有金額ベースで2割を超えた日本企業と比べれば、米国企業の株主構成は必ずしも国際化しているわけではない。以下、米国企業の外国人株主の保有状況とIR活動を分析しよう。

(1) 米国企業における外国人株主保有比率と国別内訳

米国財務省は、外国人が保有している株式及び長期債の保有額に関する調査を、投資家のために証券を保管するカストディアン・バンク及び米国

企業を対象に、1974年以来数年おきに実施している。(図表1)は、この調査で示された米国企業の外国人持株比率の推移と、ほぼ同時期の日本企業の外国人持株比率の推移を比較したものである。全世界で国際分散投資が進んだ1990年代を経て、日米ともに外国人持株比率は上昇しているが、著しく外国人保有分が増加している日本企業と比べ、米国企業における外国人保有分の伸び率は低く、2003年では米国企業の外国人持株比率は8.7%と日本の半分以下となっている。このため、米国企業にとっての海外投資家の重要性は、少なくとも数字の上では日本企業と比べて低いことになる。

次に、外国人株主の国別内訳をみてみよう。同調査によれば、米国株を保有している主要な国は(図表2)のとおりとなっている。

この調査から、ヨーロッパが全体の半分以上を占めていること、その中で、とくに英国の割合が高く、ルクセンブルク、オランダ、イスラエル、ドイツがそれに続いていることがわかる。ただし、ルクセンブルクについては、税法上の問題から国籍はルクセンブルクとなっているものの、実際の

(図表2) 外国人株式保有額の国別内訳

国名(100億ドル以上保有している国)	保有額(単位:10億ドル)	%
欧洲地域		
英国	194	12.4%
オランダ	110	7.0%
ルクセンブルク	104	6.6%
スイス	104	6.6%
ドイツ	72	4.6%
フランス	42	2.7%
オーストラリア	39	2.5%
スウェーデン	38	2.4%
イタリア	28	1.8%
ノルウェー	19	1.2%
アイルランド	17	1.1%
ベルギー	15	1.0%
デンマーク	13	0.8%
上記13国の合計	795	50.8%
アジア地域		
日本	135	8.6%
シンガポール	69	4.4%
香港	17	1.1%
上記3カ国の合計		14.1%
その他の地域		
カナダ	179	11.4%
ケイマン	98	6.3%
バミューダ	49	3.1%
バージン諸島	30	1.9%
ジャージー	11	0.7%
中東産油国合計	45	2.9%
上記以外の国(保有額が100億ドル未満の国)	136	8.7%
合計	1,564	100.0%

(出所) Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2003*, August 2004 (<http://www.ustreas.gov>).

投資意思決定者は国外にいるケースが多い。一方、アジアでは、日本が主要な投資国となっており、それにシンガポールが続いている。しかし、シンガポールの場合は、シンガポール投資庁を除いたほとんどの投資家が、米国株式を含めた海外株式の運用を海外の機関投資家に外部委託しており

(注2)、IR上の重要性はこの数字で示されるよりはるかに低い。

(注3) ジェイ・ユーラス・アイアール社によるシンガポールの主要機関投資家に対する聞き取り調査に基づく。

(2) 米国企業のIR活動

米国企業は、国内及び海外投資家向けに様々なIR活動を行っているが、ここでは、まず国内外を問わず米国企業のIR活動の基礎となっている株主判明と投資家ターゲティングがどのようなものであるかを説明し、次に海外投資家への対応状況を検討する。

(i) 株主判明調査

IR活動のスタート地点となるのは、自社の株主を把握する作業である。IR担当者は、株主に関する情報をもとに、理想とする株主構成と実際の株主構成の差異を分析し、既存株主及び潜在株主にどのように対応していくか、IR上の戦略を決定していく。株主を判明させるにあたってまず自社の株主名簿を参考にするが、米国の上場企業の株主のうち70-80%が、ストリート・ネーム、つまり、実際の株主ではなく証券会社や預託機関の名前で保有されているため^(注4)、株主名簿のみでは株主の特定が難しい。そのため、多くの米国企業では市販のデータベースと株主判明調査によって、株主を把握する作業を行っている。このデータベースには投資家が公表した膨大な情報が含まれている。米国では企業のみならず投資家に対しても、多くの情報開示が要求されているため、一般の人々も投資家の株式保有に関する詳細な情報を容易に取得できるのである。

ここで、米国における投資家の情報開示の現状について説明しておこう。米国では、100億ドル以上の資産を運用している投資家は、SECに四半期ごとに四半期終了後の45日以内にForm 13Fと呼ばれる報告書を提出し、自社が保有している株

式の企業名と保有株数について、20万ドル以上の保有分についてはすべて開示する義務を課せられている^(注5)。その内容はSECのホームページを通して誰でも見ることができる。ただし、多くのファンドを運用しているフィデリティやバトナムのような投資信託会社の場合^(注6)、Form 13Fで示されているのは、それらのファンドを合計した会社全体の保有状況についての情報であり、個別のファンドの内訳は開示されていない。しかし、ファンドによって、異なる投資方針を持ち運用担当者も異なっているため、実際のIR活動を行う上では、どのファンドが自社株を持っているかを把握する必要がある。また、米国企業の株主構成に占める投資信託の割合は21.0%（2004年3月）にものぼっており^(注7)、投資信託は企業にとって重要な大株主となっている。現在、各ファンドは、四半期ごとにそのファンドで保有しているすべての株式について、企業名と保有株数をSECに届け出ている。実は、このような四半期ごとのファンドの開示状況が整備されたのは、ごく最近のことである。もともと投資信託会社は、ファンドの保有者に対して年に2回、期末から60日以内に保有株式に関する報告書を提出し、その後さらに10日以内にその報告書をForm N-CSRと呼ばれるフォームでSECに届け出していた。しかし、ファンド保有者やファンドによって株式保有されている企業から、ファンドの保有状況に関する開示頻度をさらに上げるべきだという声が高まっていた。それを受け、SECは、2004年2月に、Form N-CSRに追加して、第1四半期と第3四半期にも、期末から60日以内にForm N-Qですべての保有株式を公表することを決定した^(注8)。

これらの保有情報は企業にとって非常に有用なものだが、すべての投資家のデータを拾い上げるには多大な時間を要する。このような企業のニーズに対応して、米国では複数の企業が、前述のようにSECに提出されている公表データと自社による独自の調査を加えて、膨大な投資家情報をデータベース化して販売している。米国企業のIR担当者はこのようなデータベースを購入し、自社の株主を把握しているのである。ただし、ある時点の保有情報が公表され、それがデータベース化して企業の手に届くまでには、その時点から数えて数か月のタイムラグが存在する。また、米国内に拠点を置いていない海外の機関投資家には13Fによる保有株情報の開示義務がないため、海外株主の把握も困難となる。もちろん、海外の投資信託会社もファンド保有者に保有情報を定期的に開示しており、それらの情報を収集したものは上記のデータベースに収録されている。しかし、前述のように投資信託の保有分が2割を超える米国と比べて、海外の投資信託による保有額はまだ少ない。たとえば英国株式の投資主体別内訳で投資信託が占める割合はわずか4.3%となっている^(注8)。米国株投資の資金源として海外で大きな割合を占めるのは年金資金であるが、このような資金を運用している投資顧問会社や保険会社などの機関投資家の保有情報については、13Fで開示を義務付けられ、投資家の情報開示が進んでいる米国と異なり、入手が非常に困難である^(注9)。

以上のような理由で、国内外の投資家による最新の保有状況を知りたいと考える企業は、ストック・ウォッチ、ストック・サーベイランスなどと呼ばれる株主判明調査を依頼することになる^(注10)。

^(注10)米国でこれらの株主判明調査が始まったのは、敵対的買収が活発化した1980年代頃からだといわれている^(注11)。買収する側も防衛する側も買収対象となった企業の最新の株主のデータが必要となる。まだ買収の対象となっていない企業であっても、常時株主を把握し、敵対的買収を仕掛けるような投資家が自社の株主に入っているかどうか常に監視しておく必要がある。このような株主判明に関するサービスは、1980年代当時は、買収側あるいは防衛側のどちらかに雇われ、株主にコンタクトし一方の側へ投票の勧誘を行う議決権行使促進会社によって行われていた。当時の株主判明調査は、その性格上IR担当者が通常のIR活動のために使うのではなく、日本企業で言えば法務部や総務部にあたるGeneral CounselやCorporate Secretaryの部門が買収防衛策の一環として株主分析のために使用することが多かった^(注12)。しかし、1990年代に入り、敵対的買収が沈静化しそうなニーズが減少するにつれて、これらのサービスを提供していた調査会社は企業のIR担当者を主要な顧客ターゲットとするようになった^(注13)。一方、IR担当者のはうにも、機関投資家の株主保有期間の短期化やヘッジファンドの増加によって、より最新の株主を把握する必要が生じるようになった^(注14)。現在は、議決権行使促進会社に限らず、上述の株式データを提供している金融データベースなど、複数の企業がこのようなサービスを提供している。

株主判明調査は次のようなプロセスで行われる^(注15)。投資信託会社や投資顧問会社などの機関投資家は、証券会社を通して株の売買を行うが、取引が成立した後、投資家に代わって当該株式を受

領し支払いを行うカストディアン・バンクの名前を証券会社に知らせると同時に、カストディアン・バンクにはその証券会社の名前と取引内容について通知する。そしてこれらの証券会社とカストディアン・バンクはともにその取引についてDTC (Depository Trust & Clearing、資金の決済を行う機関) に通知する。企業や企業の委託を受けた株式判明調査会社は、DTCに要求すれば、これらのカストディアン・バンクのリストを手に入れることができる。ただし、そのカストディアン・バンクの背後にある実際の株主の名前はそのリストから知ることはできない。そのため、調査会社は、公表されているデータや、議決権行使促進などの自社の他のビジネスから得た過去のデータなど、いくつかの情報を組み合わせて、どの投資家がどのカストディアン・バンクを使用しているか割りしていく^(注16)。これらの作業に加え、直接投資家に問合せをしたり、ニューヨーク証券取引所のスペシャリストに対してコンタクトを行い、追加的な情報を収集する。このような方法で、数日間のうちに情報を獲得することも可能であり、取引の翌日にすでに判明したケースも報道されている^(注17)。ただし、海外株主による保有分については、このようなDTCリストのカストディアン・バンクから追求する方法のみでは、十分判明させることはできない。そのため、海外の投資家に対する直接の聞き取りにより重点を置いた判明調査を行っている^(注18)。

現在、このような株主判明調査を依頼している米国企業の割合はどの程度なのだろうか。国際IR連盟 (International Investor Relations Federation) が、2003年の7月と8月の2か月間

に世界の企業を対象に行った調査によれば^(注19)、北米の回答企業124社のうち（米国企業100社、カナダ24社）、株主判明調査を行っている企業は46%であった。また、1年間に受け取っている株主判明調査レポートの頻度については、平均年8回、年に支払われる平均費用は3万6,000ドルとなっている。

(ii) ターゲティング

理想的な株主構成を目指して、既存株主と潜在株主の分析を行い、IRの主要な対象者を定めるターゲティングの作業には、自社の株主を判明させることに加えて、主要な機関投資家に関して、その投資スタイルや運用資産額、全保有銘柄の内訳などの情報を入手することが必要となる。前述の保有情報に関するデータベースには各投資家の保有銘柄に加えて、詳細な投資家プロファイルが含まれている。企業はこれらのデータベースを使って、既存株主のメインテナンスを行うとともに、数多くの投資家の中から、まだ株主となっていないが、自社の株主になってほしい、あるいは自社に関心を持ってくれそうな機関投資家を割り出し、彼等にアプローチするのである。

もう少し具体的に説明しよう。データベースでは、収集した情報に基づき、機関投資家を、グロース、バリュー、GARP、インカム、インデックスなどのいくつかの投資スタイルに分類している。インデックス投資家は議決権行使関連のアプローチを除いて通常のIR活動の対象外であるため、まずインデックス投資家を除外し、残りのアクティブ運用を行っている投資家の中から自社にあった投資スタイルを持つ投資家を選別していく。自社を成長企業と位置づけるのであれば、グ

(図表3) 米国企業の欧洲株主の国別内訳

国名	%
英國	39.7%
スイス	12.2%
ドイツ	11.3%
オランダ	10.5%
北欧諸国	7.3%
イタリア	5.5%
アイルランド	4.4%
フランス	3.7%
ベルギー・ルクセンブルク	3.3%
その他	2.0%
合計	100.0%

(出所) Adrian Rusling (Kuhn Partners), "European Investor Relations" (NIRI Annual Conference [June 7, 2004] でのハンドアウト資料).

ロースの投資スタイルの投資家と集中的にコンタクトすることになるだろう。各投資家の保有銘柄の定量分析を行い、それに基づき投資家にアプローチする方法もある。たとえば、投資家ごとに保有ポートフォリオの平均の時価総額、PER、ROE、配当性向など、主要な財務指標を計算し、自社の数値と比較し、自社に近いポートフォリオを持つ投資家にアプローチするのである^(注20)。ただし、海外投資家については保有株情報とプロファイルともに十分な情報が得られないことが多く、国内と比べて情報不足の中で、ターゲティングを行っているのが現状である。

(iii) 海外向けIR活動

前述の財務省の調査で示されるように、外国人株主の中で欧洲の株主が占める割合が高くなっているため、米国企業が海外IR活動を行う際には、欧洲は重要な地域となっている^(注21)。ただし、IR活動を行うには、機関投資家の国籍ではなくて、その投資家がどの国に投資の意思決定者を置いているかを判明させ、それに基づいてIR対象国の優先順位をつける必要がある。財務省の調査

は国籍をベースに作成されているため、おおまかな状況を把握するにはよいが、それだけに頼っていると、投資決定者が実際にはあまりいないルクセンブルクのような国に重点を置くという間違いを犯す可能性がある。したがって、当該地域のIRコンサルティング会社や証券会社からの情報により補完することになる。(図表3) はそのような情報例の一つだが、欧洲のコンサルティング会社が、自社の顧客である米国企業の株主構成のデータをもとに算出した欧洲の国別の保有比率を示している。

このデータで4割を占めている英国は、米国株の投資額が大きいことに加えて、言葉の壁もなく、またビジネス上も米国企業にとって重要な市場であることが多いため、米国企業の海外向けIRとしては、欧洲の中でも英国に注力する企業が多い。欧洲全体では、米国株式投資している大手機関投資家は350-400社程度存在するが、海外投資はリスクが高いため、時価総額が10億ドル以下の米国企業には投資しないケースが多い^(注22)。時価総額が小さな企業にとっては、海外向けIR活動は

(図表4) 米国企業の海外でのIR活動

	2001年	2002年	2004年
回答企業数	219社	207社	201社
海外向けのIR活動を実施している	29%	36%	41%
海外における投資家のコンタクト形式（複数回答）			
個別ミーティング	NA	96%	96%
朝食・ランチ・ディナーミーティング	NA	69%	66%
コンファレンス参加	NA	64%	65%
海外でのIR活動を実施していない	64%	59%	59%
わからない・無回答	7%	5%	0%
海外向けIR活動に費やす労力（effort）の割合	NA	NA	12%

(出所) National Investor Relations Institute, *An Analysis of Trends in the Practice of Investor Relations*, August 2004 (<http://www.niri.org>)。

体力的にも負担が大きいだけでなく、費用対効果が小さいため、このような企業は国内中心にIR活動を行っているのである。

次に、アジアの投資家の状況と米国企業のIR活動を検討しよう。前述のように日本が米国株式への主要な投資国となっているが、ジェイ・ユーラス・アイアール社の調査によれば、米国株式の運用資産額が約2億ドル（約200億円）以上の日本の機関投資家の数はおよそ30社である。日本の投資家も、欧州同様、国内では積極的に中小型株に投資している投資家であっても、海外株式投資の際にはリスクを勘案して、投資対象先の時価総額に事实上一定の制限を設けている。投資信託などはファンドによっては時価総額の小さな海外企業に投資している場合があるが、多くの投資家は時価総額で50-60億ドル以上の米国企業が主要な投資対象となっている。ジェイ・ユーラス・アイアール社が2002年にこれらの投資家に実施した聞き取り調査によれば、ほとんどの投資家がベンチマークとしてMSCI KOKUSAIを使用しており、このインデックスに入るような時価総額の大きい企業をある程度ポートフォリオの中に入れざ

るをえないという状況があるのである。

このような状況を反映して、米国企業にとってアジアの投資家は欧州投資家と比べて重要度が低くなっている。米国のIR活動の先駆者と見なされ国内外で活発に投資家にアプローチしているGEであっても、米国経営陣による機関投資家向けのミーティングはこれまで日本でほとんど開いていない。他方、NASDAQ証券取引所は、1999年より毎年米国企業のために、日本で投資家向けのコンファレンスを開催している。ジェイ・ユーラス・アイアール社はNASDAQ証券取引所に依頼されてコンファレンスの開催を支援しているが、マイクロソフト、インテル、シスコなどの企業の経営陣が毎年1回日本を訪問し、個別ミーティングなども含めて積極的に投資家との接触を行っている。このように、企業ごとにアジアへの対応は異なっている。

ところで、米国企業のうち何パーセントが実際に海外でのIR活動を実施しているのだろうか。全米IR協会（National Investor Relations Institute）が会員企業に実施した調査によれば（注20）、（図表4）に示すように、外国人持株比率

の上昇を反映してか、年々海外向けのIR活動を行っている企業の割合は上昇し、2004年には4割を超えてることがわかる^(注24)。また、海外向けIR活動に費やす労力(effort)は、全体のIR活動に費やす労力の約12%となっている。海外投資家とのコンタクト形式としては、個別訪問を挙げる企業が最も多い。

以上、米国企業の海外向けIR活動を検討してきたが、次に日本企業のIR活動について検討しよう。

(注23) Business Roundtable, "Petition for Rulemaking Regarding Shareholder Communications," April 12, 2004 (<http://www.businessroundtable.org>), p. 2.

(注24) 定期的な株式保有報告書である13Fとは別に、株式保有割合が5%を超えた場合は13-Dという報告書を10日以内にSECに提出しなくてはならない。

(注25) 両社は年金基金などの顧客から資金を受託し運用する投資顧問業も営んでいる。

(注26) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds of Accounts of the United States*, March 4, 2004 (<http://www.federalreserve.gov>).

(注27) Securities and Exchange Commission, *Shareholder Reports and Quarterly Portfolio Disclosure of Registered Management Investment Companies* (Release Nos. 33-8393; 34-49333; IC-26372; File No. S7-51-02) (<http://www.sec.gov>).

(注28) National Statistics, *A Report on Ownership of Shares as at 31st December 2003* (<http://www.statistics.gov.uk>) .

(注29) ただし、英国では、証券会社や保管機関の名前で保有されている部分についても、英国の会社法(Companies Acts)212条に基づき、当該企業がそれらの名目株主となっている機関に、彼らに株式の保管を依頼している実際の株主の名前を公開することを要求できる。それによって、英国企業は、英國内の機関投資家により保有されている株式の90%以

上の部分については誰が株主であるか判明させることができると言わわれている。International Investor Relations Federation, "Global Survey on Shareholder Transparency, Summary Report, September 2003" (<http://www.iirf.org>), p.16; Simmons & Simmons, *Disclosure of Share Ownership in Listed Companies, An International Legal Survey* (<http://www.iirf.org>), p. 33. 残念ながら、このルールは英国以外の企業には適用されず、米国企業や日本企業はその恩恵を受けることができない。

(注30) 以上に加えて、マーケット・サーベイランス、マーケット・インテリジェンスという呼び方もあり、株主判明調査を行っている調査会社によって異なる名称を使っている。

(注31) Neil Stewart, "The Great Information Crunch," IRontheNet.com (<http://www.ironthenet.com>).

(注32) Ibid.

(注33) Susan Pulliam, "SEC Probes Firms That Gather Data on Who Owns What Shares," *Wall Street Journal*, December 8, 2004.

(注34) Jeff Cossette, "Stock surveillance & targeting," IRontheNet.com (<http://www.ironthenet.com>).

(注35) Pulliam, "SEC Probes Firms That Gather Data on Who Owns What Shares."

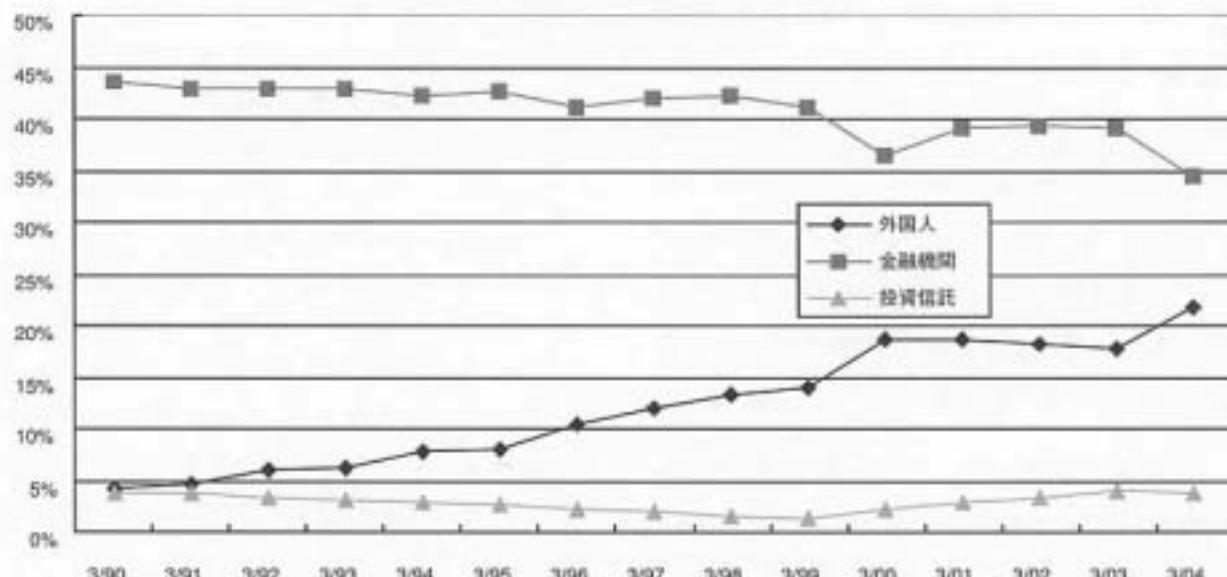
(注36) 株主判明調査会社がカストディアン・バンクに対して行う調査手法やそれに基づくインサイダー取引の可能性について一部疑惑が持たれており、現在SECによる調査会社への捜査が行われている。

(注37) Pulliam, "SEC Probes Firms That Gather Data on Who Owns What Shares."

(注38) Michael A. Bamforth, "Perspective on Europe: A View from the Other Side," *Investor Relations Quarterly*, Vol. 2, No. 2 (February 1999), pp. 52-53.

(注39) International Investor Relations Federation, "Global Survey on Shareholder Transparency, Summary Report, September 2003" (<http://www.iirf.org>). 2004年

(図表5) 日本株の投資主体別保有内訳



(出所) 全国証券取引所

にも同様な調査が行われており、その調査結果はまもなく発表される予定である。

(注20) "Investor Profiling & Targeting," *IR Guides Book*, Investor Relations Magazine.

(注21) 米国株式の約11%を保有しているカナダに対するIR活動も、活発に行われている。多くの米国企業は、ほぼ国内投資家と同様な位置づけで、カナダの投資家に頻繁にコンタクトしている。

(注22) Adrian Rusling(Kuhn Partners), "European Investor Relations" (NIRI Annual Conference [June 7, 2004]でのハンドアウト資料)。

(注23) National Investor Relations Institute, *An Analysis of Trends in the Practice of Investor Relations*, August 2004 (<http://www.niri.org>)。

(注24) これらの、調査企業は時価総額を勘案して偏りがないようにアトランダムに選択されているが、会員企業を対象としているため、もともとIR活動についてはある程度の関心を持っている企業が多く、全上場企業の平均から考えると若干高い可能性がある。

2. 日本企業の状況

IR活動については、米国企業より遅いスタートを切った日本企業だが、現在日本企業によるIR活動は多くの面で米国企業に匹敵するような内容になってきている。ただし、日米企業を取り巻く環境の違いにより、いくつかの点で米国企業とは異なっている。以下、米国企業を分析した際と同様に、海外株主への対応や、株主判明調査、ターゲティングの観点から、日本企業の状況を分析する。

(1) 日本企業における外国人株主の割合

全国証券取引所の調べによれば、(図表5)で示すように、日本の上場企業の株主のうち外国人株主の保有比率(保有金額ベース)は1990年3月末では4.2%であったが、1996年3月末には

10.5%と初めて10%を超え、その後もほぼ一貫して上昇し、2004年3月末で日本の上場企業の株主のうち外国人株主が21.8%（保有金額ベース）を占めている。

一方、純投資を行っている国内の機関投資家の保有分は国内の金融機関の保有分の中に含まれているが、この金融機関の保有比率は、1990年3月末では43.5%であったが、2004年3月末には34.5%へ減少している^(注25)。ただし、これには、この数年間急速に進んだ持合の解消が反映されていると考えられる。残念ながら金融機関の持分のうち、純投資の部分として確認できるのは2004年3月末で3.7%を保有している投資信託のみの部分でありこの部分は、(図表5)に見るように、1990年以来2~4%台を推移しており、ほぼ横ばいとなっている。純投資のうち最も大きな割合を占めるのは、信託会社や投資顧問会社、生命保険会社などが年金資金から受託して運用している部分であるが、これらの運用額の合計の推移はこの調査では判明できない。しかし、公的年金の運用部分は増加していると推測される。平成13年4月からの財政投融資制度の変革に伴い、公的年金の積立金の運用手法が変更された。財政投融資資金として運用されていた公的年金資金が、順次民間の運用機間に運用が委託されることになり、その一部が日本株に投資されるようになったのである。2004年3月末での主要年金基金の日本株運用額を積み上げてみると約46.5兆円となり^(注26)、2004年3月末の日本株の保有額の12.6%となる。これは、外国人持株比率の21.8%より低い。しかし、時価総額別に企業の外国人持株比率を見ると、

外国人持株比率が10%未満の企業が全体の8割以上を占めているため^(注27)、多くの日本企業にとっては、これらの国内機関投資家が、IR上、極めて重要な対象となっている。かつては、企業に対してそれほど多くの要求をしなかった国内機関投資家であるが、日本企業の業績低迷とそれを反映した株価低迷が長く続いたため、厚生年金基金連合会やその資金を受託している運用機間に見られるように、現在は企業に対してより厳しいスタンスを取るようになりつつある。ただ、議決権行使の反対票の比率を見る限り、国内機関投資家は海外、とくに英米の投資家と比べて、企業に対する影響力の行使の度合いは低い^(注28)。

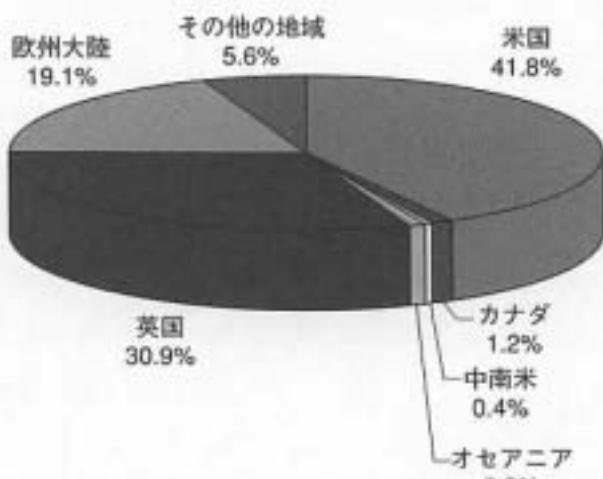
現在、外国人株主は日本企業の株主構成において2割以上を占めているが、その中でも英米の投資家の割合がかなり高くなっている。日本銀行の「本邦対外資産負債残高 証券投資等（負債）残高地域別統計」によれば、2003年12月末の海外投資家による日本株の保有残高は60.1兆円となっており、その国別の内訳を見ると、(図表6)に示すように、全体の41.8%にあたる25.1兆円が米国資金からの投資であり、30.9%にあたる18.6兆円が英国資金からの投資となっている^(注29)。

(注25) 個人投資家は1990年3月末では20.5%であったが、その後18~20%を推移し、2004年3月末には20.5%になっており、その割合はほとんど変化していない。また、個人投資家は個々の保有株数が少ないので、企業のIR活動では多くの場合、その限られたリソースを主として機関投資家への対応に向けている。

(注26) 厚生年金基金連合会、年金資金運用基金などのデータに基づく。

(図表6) 海外株主の国別内訳

保有残高 60.1兆円 (2003年12月)



(出所) 日本銀行「本邦対外資産負債残高 証券投資等(負債) 残高地域別統計」

(注27) 高山与志子「海外機関投資家と日本企業のコ

ーポレートガバナンス」「株主が目覚める日」商事法務2004年、264頁。

(注28) 高山与志子「海外機関投資家と日本企業のコ

ーポレートガバナンス」、282-284頁。

(注29) この統計には海外企業の日本子会社の持分も含まれているが、その割合はごく少ないと考えられる。ジェイ・ユーラス・アイアール社の調査によれば、海外機関投資家の日本株保有推定残高と日本銀行の「本邦対外資産負債残高 証券投資等(負債) 残高地域別統計」による海外株主による保有残高はおよそ一致している。

(2) 日本企業のIR活動

次に日本企業のIR活動を、米国企業と比較しながら検討していく。

(i) 株主判明調査

日本企業と米国企業におけるIR活動上の大きな違いは、日本企業が投資家に関する情報が不足

した状態でIR活動を行っているということである。日本では、5%ルールに基づく大量保有報告書や投資信託の保有分を除いて、国内機関投資家の株式保有の詳細は公表されていない。そのため、前述のように公表データに基づき主要な国内機関投資家の保有分を特定できる米国と比べて、企業は大きなハンディを負っている。また、海外投資家の保有分については、米国企業と同様、投資信託の保有分以外についての情報を入手するのが困難である。米国の機関投資家がSECに提出している13Fには、米国市場で取引されているADRの保有分について公開する義務があるが、海外市場で取引される原株の形で保有されている日本などの海外企業の保有分を記載する必要はない。米国機関投資家の日本株保有分の大半は原株で保有されているため、日本企業にとって13Fはほとんど役に立たない。海外株主が判明しづらいという点では、米国企業と同じであるが、外国人持株比率

(図表7) 日本企業の株主判明調査実施状況

	件数	%
株主判明調査を実施している	193	16.7%
株主判明調査を実施していない	959	82.7%
無回答	7	0.6%
合計	1,159	100.0%
実施企業193社のうち		
国内のみ実施	35	18.1%
海外のみ実施	71	36.8%
国内・海外とともに実施	85	44.0%
無回答	2	1.0%

(出所) 日本インベスター・リレーションズ協会「IR活動の実態調査」2004年6月 (<http://www.jira.or.jp>)。

が10%を割っている米国と比べ、海外株主の影響力がより大きい日本企業は、米国企業より困難な状況に置かれているといえよう。

もちろん、米国企業同様株式名簿を見てある程度の株主を判明させることはできるが、国内外の株主とともに、すべてが実際に保有している株主の名前で掲載されているわけではない。国内株主の保有分については、信託銀行の一部、銀行、生命保険会社による保有分は、それらの名前で登場するが、信託銀行の一部、投資信託会社、投資顧問会社による保有分は、株式を保管している資産管理銀行名が出ているだけで、その背後にいる投資家の名前を名簿から判明させることはできない。一方、海外の機関投資家が保有している場合、株主名簿には、海外株主のために株式を保管しているグローバル・カストディアンや日本でグローバル・カストディアンの事務を代行するサブ・カストディアンの名前が記録されていることがほとんどであり、国内と比べて株主の判明が一層困難となっている。いずれにしても、国内外の機関投資家の持分をすべて把握するためには、外部に委託して株主判明調査を行う必要がある。この調査の

具体的なプロセスを説明するのは難しいが、たとえば、海外の株主判明調査の場合、米国企業の株主判明調査でDTCのリストに記載されたカストディアン・バンクから実質株主をたどっていったプロセスと同様に、株主名簿に記載されているカストディアン・バンクの名前をもとに、調査会社が過去の判明調査や議決権促進事業によって蓄積した自社のデータに加えて、カストディアン・バンクや主要な機関投資家への直接の問合せを行って、実際の株主を割り出すという作業を行っている。

日本インベスター・リレーションズ協議会が2004年4月に全株式公開会社3,655社を対象に行い、1,307社から回答を得た「第11回IR活動の実態調査」では、1,307社のうち、IR活動を実施していると答えた企業1,159社に対して株主判明調査の実施状況を調査している。(図表7)に示すように、IR活動を行っている企業のうち193社(16.7%)が株主判明調査を実施している。前述の国際IR連盟による調査の北米企業の実施率と比べて、かなり低くなっている。また、国内のみ実施している企業が18.1%、海外のみ実施している企業が36.8%、国内外ともに実施している企業

が44.0%と、海外での株主判明調査を実施している企業の割合が高くなっている。

日本企業における株主判明調査は、もともと、海外株主の割合が高い企業が米系の株主判明調査会社に依頼しはじめたのが、その始まりであった。これらの企業は、通常のIR活動のために既存株主を把握しておきたいという理由に加え、総会の定足数を満たすため議決権行使促進のために海外株主と直接コンタクトする必要があった。商事法務は、2003年7月から2004年6月の間に株主総会を開催した企業に対してアンケート調査を行い、1,924社から回答を得ているが^(注30)、それによると、1,924社のうち海外株主の議決権行使促進として何らかの行動を取った企業は、303社(15.7%)あり、そのうち83社が株主判明調査を実施している。近年、スティール・パートナーズの例に見られるように、ある日突然海外投資家が主要株主として登場し、様々な形で企業の経営に影響力を行使するケースが見られるようになってきた。外国人持株比率がそれほど高くない企業の間でも、海外の株主判明調査に対する関心が高まっており、今後は、株主判明調査を実施する企業は増えていくと予想される。

(ii) ターゲティング

米国企業のターゲティングで述べたように、ターゲティングの作業には、株式保有情報と投資家のプロファイルの両方が必要となる。しかし、日本株については国内外の機関投資家とともにその保有情報が米国に比べて大幅に不足しているため、保有情報に基づいた定量分析はほとんど不可能である。そのため、投資家決定者のロケーション、日本株式の運用資産額、投資スタイルなどに基づ

くターゲティングが中心となる。英米の投資家については、情報開示が進んでいるため、彼らに関する一定量の情報を入手することができるが、日本を始め欧州大陸、アジアの投資家に関して得られる情報はかなり少ない。投資家について入手できる情報量が少ないと、国内外の投資家の情報を整備した日本語のデータベースが非常に限られていることもあって、米国と比べてデータベースによるターゲティングを行っている日本企業は少数にとどまっている。ただし、日本国内について言えば、ある程度の資産規模を持ち日本株をアクティブに運用している投資家は約100社強（外資系50社、日系50社）^(注31)、小規模の投資家を入れても数百社程度と推測されており、数千社の機関投資家がいるとされる米国と比べその数は少ない。また、企業も投資家も東京に集中しているケースが多く、双方の直接の訪問によるコンタクトが容易であるため、投資家の情報が収集しやすいという利点がある。多くの企業はこのような過去のコンタクト情報の蓄積をIR活動に利用している。

(iii) 海外投資家に対するIR活動

最後に、日本企業の海外投資家に対するIR活動について検討しておこう。前述の日本インベスター・リレーションズ協議会の調査では、海外説明会開催の有無を訊ねているが、(図表8)に示すように、アンケート回答者1,307社のうち、この質問について答えた企業が1,260社（47社が無回答）となっており、そのうち海外説明会を実施している企業は209社と回答企業数に占める割合が16.6%と2割を割っている。回答企業数での割合を見る限りは、実施企業の割合は、海外投資家のプレゼンスが高いわりには前述の米国企業に対

(図表8) 海外説明会実施企業数

	アンケート回収企業数	無回答企業	回答企業	実施している	回答企業に占める割合	実施していない	回答企業に占める割合
全企業	1307	47	1260	209	16.6%	1051	83.4%
IR協議会会員企業	335	4	331	147	44.4%	184	55.6%

(出所) 日本インベスター・リレーションズ協会「IR活動の実態調査」2004年6月 (<http://www.jira.or.jp>)

する2004年の実施率41%と比べてかなり低くなっている。これは、海外でIR活動を行う際の地理的、言語的な障害が米国企業よりも大きいことがその一つの理由であろう。また、この米国企業の調査は、全米IR協会がその会員企業に対してのみ実施したものであり、IR活動に対しては熱心に取り組んでいる企業が多いと推定される。この日本インベスター・リレーションズ協議会調査の回答企業についても、協議会会員企業のみで見ると、同じく(図表8)で示されるようにその割合は44.4%となり、米国企業の実施率に近い数字となっている。また、これらの209社のうち海外での説明会を実施している企業は101社、個別ミーティングを実施している企業は199社となっている。

日本企業の訪問先については、英国ではロンドン、エジンバラ、米国では、ニューヨーク、ボストンが主となっている。また、時間にゆとりがある場合は欧州大陸のオランダ、スイス、ドイツなどの国々がこれに加わる。アジアへの訪問は、日本株保有額が少ないとあってまだ少数企業にとどまっているもようである。また、米国企業と同様に、海外を訪問することなく電話会議によって海外投資家と対話したり、日本に投資拠点を置く外資系投資家を訪問するなど、日本にいながら様々な形で海外投資家と接触している企業は多

い。そのため、実際に何らかの形で海外投資家に接している日本企業の数は、この調査で示された数字よりもはるかに多いと思われる。

(注30) 商事法務研究会「旬刊商事法務」No. 1715

(2004年11月30日、(株主総会白書 2004年版))。

(注31) ジェイ・ユーラス・アイアール社の調査による。

おわりに

以上、日米企業のIR活動について比較を行ってきたが、その結果は次のようにまとめることができる。米国では、国内投資家の情報開示が進んでいるために、国内における株主判明やターゲティングが容易であり、戦略的かつ積極的なIR活動を行うことが可能となっている。海外株主の割合はまだ低く、また十分な情報が入手できていない状況にあるが、欧州を中心に海外IR活動も活発に行っている。一方、日本では、国内・国外ともに投資家の情報が不足した中でIR活動が行われているため、多くの情報を駆使して積極的な国内IR活動が可能となっている米国企業と比べて、やや受身な活動とならざるをえない。しかし、投資家数が米国より少なくまた東京に集中しているため、米国企業よりも、投資家と直接コンタクトをとることがより容易となっている。また、海外

での説明会も、IR活動に熱心な企業を中心に活発に行われている。

また、日本で大きく異なっている投資家の保有情報の開示制度や株主判断の方法については、日本インベスター・リレーションズ協議会や全米IR協会などの各国のIR協会が参加している国際IR連盟においても、重要事項として取り上げられており、継続的な調査がなされている。自社の株主が誰であるかを把握することは、効果的なIR活動を行うために必要であるだけではなく、日本でも関心が高まっている敵対的買収に対する防衛策としても有効である。現在の株主構成を分析し、中長期で自社株を保有している株主と継続的なコミュニケーションを行い、彼らが抱いている懸念を把握して、適切に対応する。そして、まだ株主となっていない主要な投資家に対しても、同様のIR活動を実施する。このような活動を通して、自社の企業価値を正しく理解してもらい、経営陣への信頼を獲得することができれば、仮に敵対的買収の対象となっても、市場の支持のもとに自社を防衛することができるだろう。今後、日本企業においては、株主判断に対するニーズが増えるとともに、機関投資家に対して保有情報の開示を求める声が高まっていくものと予想される。

(参考文献)

IR活動の実務に関する研究者の論文はほとんどない。そのため本稿で参照している文献の多くは、政府機関、IR協会、コンサルティング会社などによる調査結果となっている。

- "Investor Profiling & Targeting," *IR Guides Book*, Investor Relations Magazine
- Bamforth, Michael A., "Perspective on Europe: A

View from the Other Side," *Investor Relations Quarterly*, Vol. 2, No. 2 (February 1999)

- Business Roundtable, "Petition for Rulemaking Regarding Shareholder Communications," April 12, 2004 (<http://www.businessroundtable.org>)
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds of Accounts of the United States*, March 4, 2004 (<http://www.federalreserve.gov>)
- Cossette, Jeff, "Stock Surveillance & Targeting," IRontheNet.com (<http://www.ironthenet.com>)
- Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2003*, August 2004 (<http://www.ustreas.gov>)
- International Investor Relations Federation, *Global Survey on Shareholder Transparency, Summary Report*, September 2003 (<http://www.iirf.org>)
- National Investor Relations Institute, *An Analysis of Trends in the Practice of Investor Relations*, August 2004 (<http://www.niri.org>)
- National Statistics, *A Report on Ownership of Shares as at 31st December 2003* (<http://www.statistics.gov.uk>)
- Pulliam, Susan, "SEC Probes Firms That Gather Data on Who Owns What Shares," *Wall Street Journal*, December 8, 2004
- Securities and Exchange Commission, *Shareholder Reports and Quarterly Portfolio Disclosure of Registered Management Investment Companies* (Release Nos. 33-8393 ; 34-49333 ; IC-26372 ; File No. S7-51-02) (<http://www.sec.gov>)
- Simmons & Simmons, *Disclosure of Share Ownership in Listed Companies, An International Legal Survey* (www.iirf.org)
- Stewart, Neil, "The Great Information Crunch," IRontheNet.com (<http://www.ironthenet.com>)
- 商事法務研究会『月刊商事法務』No. 1715 (2004年)

- 11月30日、株主総会白書2004年版)
- ・日本インベスター・リレーションズ協会「IR活動の実態調査」2004年6月 (<http://www.jira.or.jp>)
 - ・高山与志子「コーポレートガバナンスの変革とIR活動の拡大」若杉敬明・矢内裕幸編『グッドガバナンス・グッドカンパニー』中央経済社2000年
 - ・高山与志子「海外機関投資家と日本企業のコーポレートガバナンス」『株主が目覚める日』若杉敬明監修、(財)資本市場研究会編、商事法務2004年



今年秋口から、消費税引上げの議論が本格化しそうだ。政府税制調査会の石弘光会長は今年1月の記者会見で、今秋にも消費税の引上げ時期や幅などが具体的に決まる可能性がある、との見通しを示した。

小泉純一郎首相は、在任期間中の2006年9月までの「消費税の引上げはない」と繰り返し説明している。ただ、議論までもが「タブー」として封じ込まれたわけではない。むしろ支持率の高い小泉政権で「消費税引上げの具体的な絵図を国民に示しておきたい」というのが財務省の本音だ。逆算すれば今年の年末の税制改正議論に「乗せておきたい」というのが、メインシナリオとなる。

国の借金は700兆円を超える。高齢化社会は一段と加速、年金など社会保障政策の強化にも財政負担が重くのしかかる。財政再建が

消費税引上げ議論が秋にも本格化—財務官僚たちのシナリオは…。

国家的な課題であることは疑いようもない。その内で消費税引上げは財源確保に向けた最有力の手段だ。

しかし、消費税の引上げは、せっかく「脚り場」を脱しようとしている景気に冷や水を掛けかねない。さらに消費税の引上げは「不人気政策」の代表。政治的な反発は根強い。

では、この高いハーダルをどう突破するのか。財務省の中堅幹部はこんなストーリーを披露する。

まずは公共事業の削減。絞り込みが進んでいるとは言え、先進諸国の中ではいまだに高水準を維持している。そこで国内総生産(GDP)に占める公共事業の比率に上限を設定し、無駄な事業を削減。財政構造改革を進めていることを具体的に示す、という戦略だ。

さらに行政改革。公務員のリストラや給与の削減を具体的に示し、経費削減を国民にアピールするという。消費税の引上げのタイ

ミングをとらえて、財政の構造改革、行政改革をセットで達成してしまう、いわば「王道」とも言えるストーリーだ。

ただ別の財務官僚は、こんな「不思議な」シナリオを示して煙をまく。現在の相続税の制度を維持すれば「孫の代まで行けば、財産はすべて国の手に落ちる」。日本の個人金融資産は1,400兆円。さらに不動産などの資産もある。100年の時を経れば、すべて國のものになる。700兆円の借金などを返し終えて、たっぷりお釣りがくる。ひょっとすると無理して消費税を引き上げる必要はないのかもしれない。

—より広い範囲に適切な税負担を求めるため、相続税の課税ベースの拡大に引き続き取り組むことが課題である。—

昨年11月に出された政府税制の答申の中の一文である。こんなシナリオを前提にして、読み直すと、なかなか「含蓄」のある文章だ。